

Lecciones del pasado

Los países del Consejo de Cooperación del Golfo confrontaron la crisis financiera mundial desde una posición de fuerza

Construcción de rascacielos en Dubai.

May Khamis y Abdelhak Senhadji

LOS países de la Península Arábiga están familiarizados con las veleidades de los mercados petroleros. Durante la prolongada bonanza petrolera de los años setenta, los países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) registraron altos niveles de gasto público, solo para enfrentar duras realidades presupuestarias cuando los precios del petróleo se desplomaron.

En la crisis más reciente, los precios del petróleo se precipitaron desde un máximo de US\$144 el barril a mediados de 2008 hasta US\$34 en diciembre de ese año, en gran parte a causa del descenso de la demanda mundial. Pero esta vez los seis gobiernos del CCG (véase el recuadro) ahorraron una parte importante del producto del auge petrolero de 2003–08, acumularon

reservas y crearon cuantiosos fondos soberanos de inversión; y gastaron con prudencia, invirtiendo en infraestructura física y capital humano. Algunos países saldaron deudas (véase el gráfico 1); Arabia Saudita, por ejemplo, redujo su deuda a 13% del PIB al cierre de 2008, frente a más del 100% una década atrás.

Como resultado, los gobiernos del CCG pudieron contener el impacto de la peor crisis económica mundial en varias décadas, aunque la reciente turbulencia ha revelado algunas vulnerabilidades del sector financiero en la región.

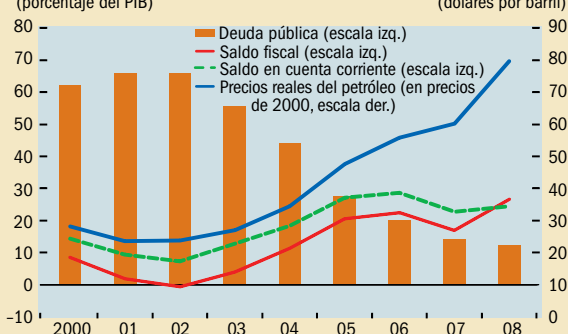
Desequilibrios emergentes

La bonanza petrolera originó grandes superávits fiscales y externos en los países del CCG. Estos superávits generaron el

Gráfico 1

Los beneficios del boom

El boom de los precios del petróleo de 2003 a 2008 fortaleció los saldos fiscales y externos de los países del CCG. (porcentaje del PIB)



Fuentes: Autoridades nacionales y estimaciones del personal técnico del FMI.

El Consejo de Cooperación del Golfo

El Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) fue creado en 1981 por Arabia Saudita, Bahrein, los Emiratos Árabes Unidos, Kuwait, Omán y Qatar, para reforzar su integración económica y financiera. Se estima que en total tiene unos 38 millones de habitantes, incluidos los expatriados, con un PIB de US\$1,1 billones en 2008. El petróleo representa cerca del 50% del PIB de la región y el 80% de los ingresos fiscales y de exportación. La región es muy importante en el mercado petrolero, ya que su producción representa casi el 50% de la de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y el 70% de su capacidad de producción excedentaria, 58% solo de Arabia Saudita. Las monedas de todos los países del CCG excepto Kuwait están vinculadas al dólar de EE.UU. La región es sede de algunos de los mayores y más antiguos fondos soberanos de inversión, que administran activos por una cifra estimada en US\$600.000 millones a US\$1 billón al cierre de 2008, excluidos más de US\$500.000 millones correspondientes a reservas oficiales.

espacio fiscal necesario para abordar, al menos por un tiempo, el doble desafío de promover la diversificación económica y reducir el desempleo en la región, preservando la riqueza petrolera para las generaciones futuras.

Pero el auge también generó desequilibrios internos que empezaron a observarse con la escasez del crédito mundial: la abundancia de liquidez alimentó un crecimiento del crédito, inflación y aumentos de los precios de los activos, con pocas herramientas de política para compensarlos a raíz del tipo de cambio fijo frente al dólar de EE.UU. El auge también obedeció al aumento del apalancamiento del sector financiero y corporativo (véase el gráfico 2). Al empezar la escasez de crédito mundial, aparecieron las vulnerabilidades de los balances, particularmente en los Emiratos Árabes Unidos (EAU), Kuwait y Bahrein, por sus vínculos con los mercados accionarios mundiales, su creciente dependencia de préstamos externos, y su exposición al riesgo de préstamos inmobiliarios y de construcción (véase el gráfico 3).

Una respuesta rápida

Al consolidarse el desapalancamiento y mermar los precios y la producción de petróleo, los superávits fiscales y externos del CCG disminuyeron ostensiblemente, aumentó el diferencial para los swaps de incumplimiento de crédito (CDS) correspondientes a la deuda soberana, y los mercados accionarios e inmobiliarios se desplomaron (véase el cuadro). El mercado inmobiliario de los EAU recibió un duro golpe, ya que el valor mensual de las transacciones se desplomó, pasando de un máximo cercano a US\$3.000 millones en mayo de 2008 a tan solo US\$250 millones en noviembre de 2009. El financiamiento externo para los sectores financiero y corporativo se contrajo: de proyectos por unos US\$2,5 billones al cierre de 2008, al cierre de 2009 se habían suspendido proyectos por unos US\$575.000 millones.

Aun así, los bancos se mantuvieron rentables y lograron absorber las pérdidas, principalmente porque al empezar la

crisis los coeficientes de capital en la mayoría de los países eran elevados. Unas pocas instituciones financieras y empresas no bancarias entraron en incumplimiento, pero sin consecuencias sistémicas, en parte porque los gobiernos rápidamente aplicaron medidas estabilizadoras.

Los gobiernos aprovecharon sus sólidas posiciones internacionales para mantener el gasto a un nivel alto y aplicar

Recuperándose de la crisis

Durante la recesión mundial, los mercados financieros elevaron la prima de riesgo para la deuda y capital soberanos del CCG, y los precios inmobiliarios en los países del Golfo descendieron.

| | Diferenciales de los CDS (puntos básicos) | | | | Variación de las acciones (porcentaje) | |
|---|---|---------------------------------|-----------------------------------|-------------------------|--|-------------------------|
| | Nivel mínimo durante el período | Nivel máximo durante el período | Aumento máximo durante el período | Variación en el período | Máximo descenso durante el período | Variación en el período |
| Impacto de la crisis antes de lo ocurrido en Dubai ¹ | | | | | | |
| Bahrein | 92 | 716 | 624 | 79 | -50 | -50 |
| Kuwait | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | -59 | -55 |
| Omán | 252 | 483 | 231 | 274 | -65 | -45 |
| Qatar | 43 | 379 | 335 | 49 | -66 | -40 |
| Arabia Saudita | 30 | 333 | 303 | 74 | -58 | -34 |
| Dubai | 114 | 944 | 830 | 200 | -75 | -63 |
| Abu Dhabi | 42 | 446 | 404 | 55 | -58 | -43 |
| Impacto de lo ocurrido en Dubai ² | | | | | | |
| Bahrein | 172 | 260 | 88 | 6 | -2 | 2 |
| Kuwait | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | -2 | 4 |
| Omán | 275 | 277 | 3 | -30 | -7 | 0 |
| Qatar | 94 | 120 | 26 | -1 | -9 | -7 |
| Arabia Saudita | 74 | 107 | 34 | 9 | -5 | 1 |
| Dubai | 317 | 634 | 316 | 123 | -27 | -22 |
| Abu Dhabi | 100 | 175 | 75 | 38 | -15 | -9 |

Fuentes: Markit, Bloomberg, y estimaciones del personal técnico del FMI.
Nota: Un swap de incumplimiento crediticio (CDS) es un contrato de derivado que promete un pago si ocurre un fenómeno crediticio, como el incumplimiento. Es similar a una póliza de seguro. El diferencial del CDS es la diferencia en puntos básicos (un punto básico es una centésima de punto porcentual) entre una tasa de referencia (por ejemplo, un título del Tesoro de Estados Unidos) y la tasa del CDS. La diferencia es, en esencia, una prima de seguro, y el diferencial aumenta a medida que sube la percepción del riesgo.

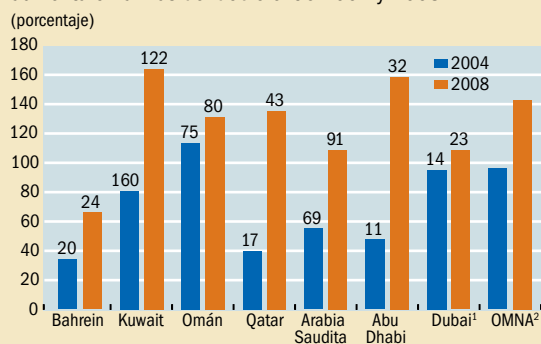
¹Período 1 de junio de 2008-22 noviembre de 2009.

²Período 23 noviembre de 2009-21 enero de 2010.

Gráfico 2

Se dispara el endeudamiento

Las razones deuda-capital de algunas empresas del CCG aumentaron a más del doble entre 2004 y 2008.



Fuentes: Zawya, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Nota: Las cifras sobre las barras indican el número de empresas.

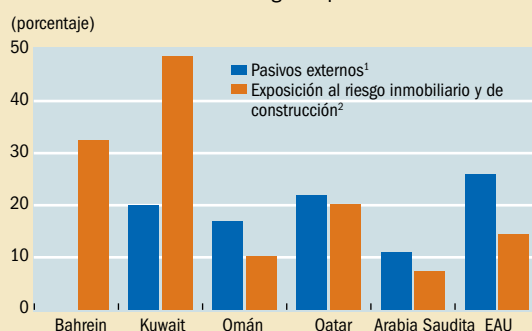
¹La razón correspondiente a Dubai no incluye entidades relacionadas con el gobierno no inscritas en la Bolsa. Las entidades inscritas incluidas en el coeficiente son DP World, Dubai Financial, Emaar y Tamweel.

²OMNA = Oriente Medio y Norte de África.

Gráfico 3

Aumenta la vulnerabilidad de los bancos

La cuantiosa deuda externa y la exposición al riesgo del crédito inmobiliario y de construcción contribuyeron a debilitar el balance de los bancos de algunos países del Golfo.



Fuentes: Zawya, y estimaciones del personal técnico del FMI.

¹Pasivos externos de los bancos a su nivel máximo en 2008 como porcentaje de los pasivos totales; no disponibles en el caso de Bahrein.

²Como porcentaje de los préstamos totales, 2008.

medidas financieras excepcionales a fin de contrarrestar los shocks. Además de inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales y los gobiernos, Arabia Saudita, los EAU y Kuwait crearon garantías para los depósitos. Además, los EAU y Qatar inyectaron capital hasta por un equivalente del 7,3% y 2% del PIB, respectivamente. Kuwait adoptó una ley de garantías para el sector financiero y varios fondos de estabilización de la Bolsa hasta por un 3% del PIB. Qatar adquirió activos de capital e inmobiliarios de los bancos hasta por el 6% del PIB. Como parte de un plan quinquenal de inversiones por US\$400.000 millones, Arabia Saudita implementó el mayor (como porcentaje del PIB) paquete de estímulo del denominado Grupo de los Veinte. Estas medidas ayudaron a estabilizar los sistemas financieros del CCG y a sostener el crecimiento, produjeron efectos de desbordamiento favorables en países vecinos y contribuyeron a reactivar la demanda mundial.

Dubai, golpeado por la escasez de crédito

Al parecer, la región soportó bien la crisis mundial, pero las presiones sobre entidades cuasisoberanas fuertemente apalancadas obligaron a Dubai World, un holding del gobierno, a anunciar, en noviembre de 2009, que buscaría una moratoria; en otras palabras, negociaría un acuerdo con sus acreedores para modificar las condiciones originales de los créditos y evitar ejecuciones hipotecarias.

Esta situación se originó porque entidades relacionadas con el gobierno de Dubai habían obtenido grandes préstamos en 2004–08 para financiar enormes inversiones en bienes raíces comerciales y residenciales. El importante aumento del apalancamiento originó una burbuja inmobiliaria, que estalló a mediados de 2008.

El gobierno de Abu Dhabi, que, por ser el mayor de los siete emiratos posee más del 95% de las reservas petroleras de los EAU, acudió al rescate de Dubai el 14 diciembre, con un préstamo para cubrir algunas de las obligaciones de Dubai World; entre ellas, unos US\$4.200 millones en bonos islámicos (*sukuk*) de su filial inmobiliaria Nakheel, que venían ese día. La intervención ayudó a apaciguar los mercados, pero persiste la incertidumbre mientras el gobierno de Dubai desarrolla una estrategia para sanear su sector corporativo. Ante lo ocurrido en Dubai, han resurgido presiones temporales sobre los mercados accionarios de la región y han aumentado los diferenciales para los CDS del gobierno y las entidades públicas. (Los diferenciales de los CDS para el resto de la región apenas se han visto afectados). Las dificultades de Dubai podrían causar otros efectos; por ejemplo, es posible que los mercados sean menos optimistas respecto a los riesgos cuasisoberano y privado, lo que podría elevar el costo del crédito y reducir el acceso de algunas entidades del CCG a los mercados internacionales de capital.

Qué depara el futuro inmediato

Mientras que la crisis mundial y lo ocurrido en Dubai empañan las perspectivas económicas del CCG a corto plazo, a mediano plazo las perspectivas de la región siguen siendo generalmente favorables, gracias al aumento de los precios de

los productos básicos. Se estima un crecimiento del PIB no petrolero de aproximadamente 2,8% en 2009, y para 2010 se prevé un repunte del crecimiento general más pujante que en las economías avanzadas.

Aún así, las autoridades del CCG tienen mucho por hacer. La prioridad inmediata es la limpieza de los balances de los bancos (es decir, seguir reconociendo abiertamente las pérdidas y recapitalizar de inmediato los bancos) y la reestructuración del sector no bancario en algunos países. Las pruebas de tensión y las revisiones periódicas de la calidad de los activos bancarios ayudarán a determinar si el apoyo de capital es suficiente. En lo posible, la recapitalización debe basarse en inversiones del sector privado para reducir al mínimo el riesgo moral, y las inyecciones del sector público deben retirarse en cuanto el mercado lo permita.

Las autoridades también deben facilitar la reestructuración de instituciones no bancarias —particularmente en los EAU y Kuwait— apoyando instituciones sistémicas y viables y facilitando la salida de las no viables. La claridad por parte del gobierno sería valiosa, calmaría la incertidumbre de los inversionistas y reduciría la especulación y volatilidad del mercado.

A mediano plazo, será esencial una mejora del sistema de gobierno y la transparencia de las empresas, ante la mayor aversión al riesgo de los prestamistas, que ha presionado a los conglomerados y entidades públicas del CCG a mejorar la divulgación de información.

Las autoridades de la región también deben considerar las siguientes medidas:

- Una política fiscal apoyada en un buen conjunto de herramientas macroprudenciales que frenen la transmisión del ciclo petrolero a la economía, ante la limitación de política monetaria que impone el tipo de cambio fijo frente al dólar de EE.UU.
- Reglas que promuevan la prudente constitución de reservas para pérdidas crediticias — como en Arabia Saudita, que ha estado aplicando políticas de provisionamiento anticíclicas— y reservas de capital durante el ciclo económico.
- La aplicación enérgica de los encajes y límites prudenciales de los bancos para evitar que resurjan los flujos especulativos y presiones de sobrealentamiento.
- Un impuesto sobre las ganancias de capital en las transacciones inmobiliarias y accionarias.
- Vigilancia para evitar un excesivo apalancamiento corporativo y para controlar los riesgos de contagio desde los centros financieros *offshore*.
- Desarrollo de mercados locales y regionales de deuda para diversificar los canales de financiamiento fuera de los bancos.

Para alcanzar la meta a más largo plazo de diversificar sus economías, los gobiernos del CCG deben concentrarse en facilitar la actividad del sector privado. Para ese fin, es clave mejorar el ambiente regulatorio y eliminar las trabas burocráticas. La diversificación no solo generaría empleo, sino que también ayudaría a la región a alcanzar la meta fundamental de reducir su dependencia del petróleo. ■

May Khamis es Subjefe de División y Abdelhak Senhadji es Jefe de División, en el Departamento del Oriente Medio y Asia Central del FMI.